

Verantwoordelijke uitgever : Professor Louis Baeck,  
Pro-dekaan van de Faculteit der Economische  
en Toegepaste Economische Wetenschappen

De "Leuvense Economische Standpunten" worden opgevat als een vrije wetenschappelijke tribune waarin de stafleden van het Departement Economie en van haar onderzoekseenheid, het Centrum voor Economische Studiën, opiniërende studies en essays publiceren. De opzet bestaat erin om op bevattelijke wijze een reeks van inzichtsverhelderende en beleidsoriënterende economische standpunten te brengen. Onze beweeglijke wereld heeft hieraan wel behoefte.

Dergelijke reeks zal uiteraard verschillende opinies en denkstromingen brengen.

Leuvense Economische Standpunten zullen alleen de visie van de auteur vertolken. Zij kunnen dus niet doorgaan als de visie van een instelling.

Adres voor bestellingen :  
Centrum voor Economische Studiën  
Van Evenstraat 2B  
B — 3000 LEUVEN

Prijs per aflevering : 100 F.  
Postcheque : 000-0544830-78

Telefoon : 016 / 28.31.02 — 28.31.11

**K.U.Leuven**  
**Centrum voor Economische Studiën**  
E. Van Evenstraat 2b - B-3000 LEUVEN  
Tel. (016) 28.31.02 - 28.31 11  
Fax (016) 28.33.61  
BTW BE 419.052.173

**KATHOLIEKE UNIVERSITEIT TE LEUVEN**

**DEPARTEMENT ECONOMIE**

**LEUVENSE ECONOMISCHE STANDPUNTEN**

**1993/66**

**WAAROM WIJ ?**

**OF**

**DE ECONOMISCHE ONDERBOUW VAN  
EEN VERANKERINGSBELEID**

**Patrick VAN CAYSEELE\***

**februari 1993**

\* De auteur dankt D. Heremans en L. Baeck voor waardevolle opmerkingen bij een vorige versie.

D/1993/2020/05



## 1. INLEIDING

Een aantal jaren terug schreef Robert Reich een artikel onder de hoofding "Who is us?"<sup>1</sup>. In dit artikel stelt Reich dat het Amerikaans industriebeleid zich moet richten op ondernemingen als Sony, Thompson en Honda, eerder dan op ondernemingen als IBM, Motorola of General Motors. Of nog dat het beleid erop moet gericht zijn vestigingen van buitenlandse ondernemingen aan te trekken eerder dan geld te geven aan hoofdkwartieren ten noorden van New York. Deze laatste zogenaamd Amerikaanse ondernemingen stellen door hun vestigingen op andere continenten meer niet-Amerikanen dan Amerikanen te werk. Ondertussen won Clinton de Amerikaanse presidentsverkiezingen en in de komende maanden zal Reich als adviseur misschien dit industriebeleid kunnen uitvoeren. De voorstellen dienaangaande zijn duidelijk: een punctuatie op de Amerikaanse begroting om te investeren in weginfrastructuur, onderwijs, overheidsonderzoek en -ontwikkeling en dergelijke meer.

In een aantal kleinere West-Europese landen is de klemtoon van het industriebeleid enigszins verschoven. Na jarenlange inspanningen inzake onderwijs, weginfrastructuur en lokvogels (subsidies, coördinatiecentra ...) om nieuwe vestigingen van buitenlandse multinationals aan te trekken heeft men nu te maken met een overnamegolf. De proporties hiervan roepen bij sommigen vragen op, vooral in een periode waar wereldwijde herorganisaties in het kader van een "globalisering" van de concurrentie tevens het verdwijnen van beslissingscentra meebrengt. In Nederland is men bezorgd om de overname van Fokker door de Duitsers. In België hebben het Generale Maatschappij-gevecht, het Belgische en Vlaamse verankeringsbeleid evenals standpunten en studies daaromtrent<sup>2</sup> het debat ingeluid. Maar ook in de V.S. zelf is de discussie opgelaaide, niet in het minst n.a.v. de Belgische dochter van Delhaize<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Zie R. Reich (1990), Who is us?, *Harvard Business Review*, jan.-feb., 53-64.

<sup>2</sup> Zie:

- H. Daems en P. Van De Weyer (1992), Strategische Beslissingsautonomie en Concurrentievermogen, in Koning Boudewijn-Stichting, *Onze Welvaart: Zelf Beslissen - Mee Beslissen*, 7-24.
- P. De Grauwe (1992), Over Franse Kolonisatie en Belgische Verankering, *Leuvense Economische Standpunten* 62, 16 p.
- L. Van den Brande (1992), *Het Economisch Beleid in Vlaanderen*, Beleidsnota bevoegde Commissie Vlaamse Raad, 29-30.

en

- Kredietbank (1992), Verankering Noodzakelijk?, *Weekberichten*, vol. 47, nr. 37, 1-6.

<sup>3</sup> Er circuleren posters waarop een dollarvlucht naar België wordt afgebeeld en een sheriff zijn intentie uitdrukt buitenlandse eigendomsstructuren af te schieten.

Deze bezorgdheid wordt niet gedeeld door een aantal economen die stellen dat de oorsprong van kapitaal of de lokatie van de beslissingsnemer geen invloed uitoefent op het beslissingsproces. Dit is onjuist. Vanuit de invalshoek van de moderne economische analyse blijkt dat verankering wel degelijk belangrijk is.

Doch het verdwijnen van beslissingsautonomie heeft een aantal historische en institutionele oorzaken. Vooraleer de gevolgen ervan in te schatten zetten we die oorzaken op een rij (sectie twee). Daarna komt het pleidooi voor verankering. Vermits verankering wordt gedefinieerd als stabiel aandeelhouderschap, met daaraan verbonden lokale (reële) beslissingsbevoegdheid, komt de rol van aandeelhouder en manager uitvoerig aan bod in de derde sectie. Het belang van lokale beslissingsautonomie wordt aangetoond in een vierde sectie. Voor een aantal strategische variabelen zoals produktiviteit (sectie vijf) en onderzoeksinspanningen (sectie zes) wordt in detail geschetst hoe een overname met afbouw van beslissingsbevoegdheid ongunstig inwerkt op de lange termijn competitiviteit van een regio. Tenslotte worden de implicaties voor het industriebeleid belicht in een zevende sectie. De achtste en laatste sectie besluit.

## 2. ENKELE HISTORISCHE EN INSTITUTIONELE GEGEVENS

Tijdens het lustrum van de stier (1982-1987)<sup>4</sup> treden over gans de westerse wereld nieuwe participanten toe tot de aandelenbeurzen. Samen met de gerecycleerde OPEC-gelden en de spaartegoeden uit het sterk groeiend Japan wordt de economie gefinancierd. De financiële bovenbouw ontwikkelt zich gedeeltelijk los van de reële onderbouw. Deze ontwikkelingen beperken zich niet tot de nationale economieën, integendeel door de transnationale vervlechting jagen steeds grotere volumes over het internationaal circuit.

In dit alles eist het Belgisch beurskapitaal slechts een bescheiden plaats op, met nauwelijks 0,6 % van de beurskapitalisatie op wereldvlak. Doch ook Nederland, Frankrijk en zelfs Duitsland zijn met resp. 1,2 %, 2,6 % en 3,2 % vrijwel onbetekenend t.o.v. Japan en de V.S. elk met een aandeel van 36 %. Het overnamepotentieel van buitenlands kapitaal is dus groot. Tegenover een aantal Europese landen is België daar-

---

<sup>4</sup> Zie L. Baeck, 1987, *De aandelenbeurzen, 1982-1987 : Het lustrum van de stier*, Leuvense Economische Standpunten, nr. 41, evenals de internationale gelijkenissen en verschillen die aan bod komen.

bovenop geconfronteerd met institutionele factoren die vast aandeelhouderschap minder in de hand werken.

Zonder in detail te treden kan hier gewezen worden op de geringe wettelijke bescherming tegen overnames evenals op een minder sterke concentratie van de titels. Op de Nederlandse beurs die dubbel zo omvangrijk is als de Belgische nemen de vijf belangrijkste titels meer dan 60 % voor hun rekening. Op de Belgische beurs is deze concentratie-index heel wat lager.

Uiteraard interfereren nog andere factoren met de mogelijkheid van overname. In Parijs stelt men dat de Belgische holdingstructuur de Achilleshiel voor vijandige overnames is : *"... c'est la Belgique qui, avec ses gros holdings alléchants, serait le véritable "ventre mou" de l'Europe"*<sup>5</sup>. Een belangrijker verschil met sommige buurlanden is volgens ons de geringere aanwezigheid van trouwe institutionele beleggers. Concreet bestaat in Nederland een kapitalisatiestelsel voor de pensioenregeling. De fondshouders hiervan zijn (terecht) geneigd het valutarisico te ontwijken en solide binnenlandse waarden aan te houden. Zelfs een lukratief overnamebod levert niet direct een alternatief voor Royal Dutch, Philips of Unilever.

De hoger geschetste internationale ontwikkelingen in de kapitaalmarkt met daaraan gekoppeld een aantal specifiek Belgische factoren vormen één verklaring voor het groot aantal overnames door buitenlandse groepen<sup>6</sup>. Een andere oorzaak voor controleverlies is de Europese integratiebeweging die chronologisch net na de financierisering op gang kwam. Door de Europese éénheidsmarkt hebben een aantal ondernemingen hun landenorganisatie omgeruild voor een produktgeïnduceerde organisatiestructuur. Daardoor verdwijnt in een aantal gevallen de beslissingsautonomie. Voor de produkten waar het Belgisch hoofdkwartier de bevoegdheid over de ganse Europese markt wordt toebedeeld neemt de beslissingsmacht dan weer toe. De aanwezigheid van dergelijke beslissingscentra is belangrijk, zoals nog zal blijken (zie sectie vier).

De overnames en reorganisaties grepen plaats tegen de achtergrond van een heroplevende vrije-markt-ideologie. De scheiding tussen controle en eigendom van een

<sup>5</sup> Aangehaald in L. Baeck, 1988, *De Westerse Economie na de Krach*, Leuvense Economische Standpunten, nr. 43.

<sup>6</sup> Binnenlandse eigendom is geen noodzakelijke voorwaarde voor beslissingautonomie. Er bestaan bedrijfstakken waar de eigendom in buitenlandse handen is en toch essentiële beslissingen in binnenlandse handen liggen. Men mag hierin niet overdrijven : in de meeste gevallen volgen de strategische beslissingen de uitvaart van de eigendom.

onderneming levert reeds lang stof tot discussie. In 1932 stelden Berle en Means dat deze scheiding de mogelijkheid en aanleiding geeft voor managers om zichzelf te verbeteren ten koste van de eigenaars<sup>7</sup>. In het voorbije decennium kochten actieve raiders aandelen op om zo een vijandige overname te realiseren. Nadat de controle verworven was werden enkele "aanpassingen" doorgevoerd die het rendement herstelden. Vervolgens kon de raider het aandeel doorverkopen tegen een méérwaarde.

In heel wat gevallen werden deze raider-activiteiten toegejuicht door een onmondig aandeelhouderschap dat tegen een systematisch laag rendement slechts één optie had : het aandeel verkopen. Vanuit de economische analyse leek het alsof de raider de belichaming was van het natuurlijk marktmechanisme dat inefficiëntie afstraft. Tegen dit eenvoudig scenario worden recent een aantal bezwaren opgeworpen, zowel vanuit de praktijk als vanuit de economische analyse.

Vanuit de praktijk heeft men het gevoel dat raiders ook vaak een aantal voor de onderneming nuttige activa ten gelde maken ("asset stripping"). Vooral in de sfeer van het onderzoek en de ontwikkeling hoort men de klacht dat de raider een (te) korte termijnvisie heeft. Naast de overbodige uitgaven waarin hij snoeit zet hij dan ook het mes in rendabele investeringen op termijn.

Het is echter moeilijk in te zien hoe een raider méérwaarde kan realiseren op zijn overname-activiteit wanneer hij nuttige activa van de overgenomen onderneming verkoopt. Een ad hoc verklaring betreft een raider die een onderneming overneemt gefinancierd door de uitgifte van junk bonds. Om aan de hoge verplichtingen op deze obligaties te voldoen zou de raider gedwongen een aantal nuttige activa van de overgenomen onderneming ten gelde maken. Dergelijke scenario's leveren geen winst op voor de raider die zich hiermee in een avontuur zou storten.

Toch is het gevoel dat raider-activiteit schadelijk is voor onderzoek en ontwikkeling niet uit de lucht gegrepen. Onder bepaalde gevallen zal raider-activiteit sociaal onwenselijk zijn omdat lange termijn investeringen van de private sector erdoor opgeschort worden. Deze stelling komt uitvoerig aan bod in de volgende sectie, waarin de kosten en baten van raideractiviteiten centraal staan.

---

<sup>7</sup> Zie Berle A. en G. Means, 1932, *The Modern Corporation and Private Property*.

### 3. DE SCHEIDING VAN EIGENDOM EN CONTROLE IN DE MODERNE ECONOMISCHE ANALYSE

*The contract that minimizes agency problems, maximizes the rival's incentive to prey.*

P. Bolton en D. Sharfstein, *American Economic Review*, 1990

Raider-activiteiten kunnen zowel zijn ingegeven door fout beheer binnen het overnamedoel als binnen de overnemende onderneming. Dit laatste aspect wordt vaak over het hoofd gezien. Hierdoor zondigt men tegen de interne consistentie van de economische wetenschap. Als het fout gaat bij het overnamedoel en hierdoor een vijandige overname wordt uitgelokt, kan een vijandige overname evenzeer berusten op fout beheer bij de overnemer. In een tijdperk waarin veel te doen is om het opbouwen van grote hoeveelheden "free cash flow" wint dit idee veld. Sommige groepen die zelf weinig actief hebben geïnvesteerd zitten op kapitaalreserves die toelaten meer dynamisch georiënteerde ondernemingen onder controle te krijgen.

Dit heeft reële gevolgen voor de economie. Concreet zal een manager niet in een rendabel onderzoeksproject stappen indien de mogelijkheid bestaat dat hij uit het zadel wordt gelicht vooraleer hij de voordelen plukt. Hij zal integendeel opteren voor een minder rendabel project met gegarandeerd succes op korte termijn. Dat laat toe zich te wapenen tegen een potentiële overname. Werknemers zullen niet investeren in bedrijfsspecifieke opleidingen indien de kans bestaat dat ze worden afgedankt na een overname. Ze verkiezen algemene opleidingen die bij eventueel ontslag nog waardevol zijn op de arbeidsmarkt. Het resultaat is een gebrek aan onderzoek en ontwikkeling en bedrijfsspecifiek kapitaal, essentiële ingrediënten van concurrentiekracht op termijn.

Franks en Mayer stellen dat de aanzet tot investeren wordt ondermijnd door de mogelijkheid van onteigening<sup>8</sup>. Anderen hebben het over een vertrouwensbreuk : investeren in

<sup>8</sup> Zie J. Franks en C. Mayer (1990), Capital Markets and Corporate Control: a study of France, Germany and the U.K., *Economic Policy* 10, 191-231 of R. Kirby (1989), Whose Company is it, anyway?, *The Journal of Portfolio Management*, 13-18.



onderzoek of bedrijfsspecifiek kapitaal onderstelt dat managers en werknemers samen delen in de toekomstige vruchten die dit afwerpt. Bij een mogelijke overname bestaat hiertoe geen garantie, met als gevolg dat men er niet aan begint<sup>9</sup>.

Voor de manager die overweegt een onderzoeksproject te starten wordt de dreiging van onteigening pertinentier naarmate :

- rendabele onderzoeksprojecten slechts na een zekere tijd renderen of equivalent hiermee een tijdlang liquiditeit absorberen;
- de terugkoop van eigen aandelen niet extern gefinancierd kan worden;
- er een geringere verankering is in de zin van een stabiel aandeelhouderssyndicaat;
- er financiële groepen verzaken aan rendabele lange termijninvesteringen ten behoeve van de eigen aandeelhouders om zich in te kopen in ondernemingen die zulks wel deden.

Een en ander kan verder toegelicht worden. Het eerste punt betreft het lange termijn karakter van een onderzoeks- en ontwikkelingsstrategie. De noodzaak deze strategie te financieren uit eigen middelen is genoegzaam bekend bij de afwezigheid van "venture capital". Deze financieringsvorm wordt o.m. door de noodzaak strategische informatie te onthullen vaak als kostelijker dan autofinanciering aangemerkt. In de praktijk worden ook ondernemingen die zelf op veel liquiditeiten zitten (of "free cash flow" genereren) als aantrekkelijk voor overname bestempeld. Dit heeft meer te maken met het volgende punt : de mogelijkheid om de aankoop van aandelen van buitenaf te financieren. Indien dit moeilijk gaat is een onderneming met veel liquiditeit een excellente tussenstap om verdere acquisities te financieren. Tevens kunnen dergelijke ondernemingen gebruikt worden voor de terugkoop van eigen aandelen. Daardoor is men zelf niet meer onderhevig aan een overnamedreiging.

Het tweede punt slaat op de moeilijkheid om als overnamedoel naar de kapitaalmarkt te stappen om te ontfen en eigen aandelen in te kopen. Zonder in detail te treden kan opgemerkt worden dat dergelijke operaties de financiële structuur van de onderneming veranderen, meer bepaald wordt de ratio eigen/vreemd vermogen gedrukt. Dit brengt moeilijkheden mee om hulp van buitenaf op de been te brengen.

In derde instantie moet dan gekeken worden naar de eigen aandeelhouders. Indien een grote groep aan de raider wenst te verkopen is een overname onafwendbaar. Wanneer

---

<sup>9</sup> Zie M. Schnitzer (1991), *Breach of Trust in Takeovers and the Underinvestment Effect*, Mimeo, Universiteit Bonn, of P. Bolton en D. Scharfstein (1990), A Theory of Predation Based on Agency Problems in Financial Contracting, *American Economic Review*, 93-106.

daarentegen het zittend management een voldoende grote groep aan zich kan binden wordt de overnamedreiging afgewend. De hoge mate van roll-over in aandelenpakketten die bepaalde institutionele beleggers in handen hebben wijst eerder op de afwezigheid van dergelijke stabiliteit. Volgens sommigen is de nervositeit van sommige "fund-managers" t.a.v. zwakke resultaten een even belangrijke uitdaging voor het overleven op lange termijn van de moderne onderneming als de scheiding van eigendom en management.

Het vierde punt verdient bijzondere aandacht.

Raiders kunnen zichzelf verbeteren ten koste van de eigen aandeelhouders en de managers van het overnamedoel. Gegeven de hogere rendabiliteit van de dynamische investeringsstrategie die binnen het overnamedoel gevolgd werd bekomen de overnemers controle over belangrijke toekomstige winsten en de bijbehorende beheersvergoeding. Dit gaat ten koste van het management van de dynamische onderneming die de controle verliest en als het ware onteigend wordt : de vergoeding voor de geleverde inspanning inzake het uitzoeken en starten van de investeringsprojecten vloeit weg naar een andere partij. De aandeelhouders van de overnemer behoren eveneens tot de verliezers. Er is dus wel degelijk sprake van fout beheer (een "agency" probleem) bij de overnemer. De liquiditeit die opgebouwd werd om de overname te realiseren had namelijk in rendabele projecten geïnvesteerd kunnen worden. Het inpikken van het overnamedoel zal immers moeten plaatsgrijpen tegen een koers die de resultaten van die onderneming reflecteert. Derhalve volgt hieruit geen extra rendement voor de aandeelhouders van de overnemer.

Het scenario is dan rond. De dreiging van overname zet managers ertoe aan rendabele onderzoeksprojecten te verzaken omwille van de liquiditeit die ze absorberen. Vooraleer het project ten einde is en de onderneming een hogere rendabiliteit bekomt vis-à-vis de rivalen slokt het een tijdlang liquiditeit op. Deze liquiditeit kan dan niet aangewend worden voor de terugkoop van eigen aandelen. Men zou zo zonder verdediging zijn tegen een vijandig overnamebod.

Overnames met controlewissel kunnen dan zowel medicijn als vergif betekenen voor de ondernemingswereld. Het relatief aandeel van corrigerende overnames (raider vervangt inefficiënt zittend management) t.o.v. prooiende (inefficiënte raider exproprieert zittend management) is onbekend. Uit het schaarse empirisch onderzoek naar de functie van overnames blijkt dat in 71 % van de gevallen bij een vijandige overname de gedelegeerd bestuurder de baan ruimt. Deze gegevens zijn uiteraard consistent met zowel terechte als misplaatste overnames : in het ene geval is de vervanging ingegeven door efficiëntie-

motieven en in het andere geval door prooiend gedrag. Opmerkelijk is wel hoe er in Duitsland geen en in Frankrijk slechts enkele vijandige overnames plaatsgrepen, dit in tegenstelling tot het Verenigd Koninkrijk. Dit wijst ofwel op minstens even efficiënte manieren om het management te corrigeren, ofwel op regelgeving die zulks onmogelijk maakt. In het laatste geval zou de prestatie van Duitse en Franse ondernemingen ongetwijfeld beneden die van ondernemingen in vergelijkbare buurlanden moeten liggen.

Zelfs in het Verenigd Koninkrijk dat gekenmerkt wordt door relatief veel vijandige overnames blijkt een "interne" correctie van het management veelvuldiger voor te komen dan een "externe". Onderstaande tabel rapporteert de oorzaken die aan de vervanging van een afgevaardigd bestuurder ten grondslag liggen.

**Tabel 1 : Oorzaken van ongewild ontslag van de afgevaardigd bestuurder (Verenigd Koninkrijk, anno 1988)**

Externe Oorzaken	Interne Oorzaken	
Overnames	Conflicten <sup>a</sup>	Onbekwaamheid <sup>b</sup>
25,5 %	58,1 %	16,4 %

<sup>a</sup> met ofwel de aandeelhouders ofwel de directeurs

<sup>b</sup> onderneming kampt met financiële problemen of afgevaardigd bestuurder als job-onbekwaam aangemerkt.

**Bron :** Berekeningen op basis van Tabel 7 in J. Franks en C. Mayer (1990), Capital Markets and Corporate Control, *Economic Policy*, p. 203.

Dus in slechts één vierde van de gevallen liggen externe oorzaken achter het ontslag van de afgevaardigd bestuurder. Weerom kunnen deze ingegeven zijn door incompetentie van het zittend management of prooiend gedrag van de overnemer. Doch de eerste oorzaak lijkt gegeven het leeuwendeel van interne discipline minder aangewezen : indien er onbekwaamheid of voor bepaalde groepen van aandeelhouders systematisch onaanvaardbaar gedrag is zal dit intern gedetecteerd worden en zal blijkbaar tamelijk snel een sanctie volgen.

Een recente studie over eigendomsstructuren en ondernemingsprestaties in Japan bevestigt de stelling dat er werkbare alternatieven zijn voor overname. Lichtenberg en

Pushner tonen aan dat de afwezigheid van een externe overname-markt gecompenseerd wordt door de supervisie van financiële instellingen. Deze houden ongeveer 26 % van het aandelenkapitaal in portefeuille, tegenover 37 % dat bij het publiek zit en 32 % dat andere ondernemingen aanhouden<sup>10</sup>.

De resultaten tonen aan dat aandeelhouderschap vanwege financiële instellingen een gunstig effect heeft op de produktiviteit en de winst van de onderzochte ondernemingen. Doordat de financiële instelling zelf aandeelhouder is heeft ze extra prikkels om het beheer op te volgen. De onderneming zelf is dus niet los van externe invloed : doordat de financiële instelling ook krediet verschaft heeft ze een stok achter de deur om in te grijpen zonder dat onmiddellijk de participatie verkocht moet worden.

De onderneming is dan verankerd en toch blijft externe discipline mogelijk<sup>11</sup>.

---

<sup>10</sup> F. Lichtenberg en G. Pusher, 1992, Ownership Structure and Corporate Performance in Japan, National Bureau of Economic Research, Working Paper 4092. De overige 5 % zitten bij makelaars, buitenlandse aandeelhouders, investeringsfondsen (Tokkin) en de overheid.

<sup>11</sup> Dit laatste element is afwezig bij een situatie van kruiselings aandeelhouderschap. Ondernemingen waarvan de aandelen geplaatst zijn bij bevriende groepen presteren slechter in Japan. Het ruilen van aandelenpakketten wordt aanzien als het uitwisselen van gijzelaars. Om projecten te realiseren waar samenwerking essentieel is kan kruiselings aandeelhouderschap aangewezen zijn. Zie E. Perotti, 1992, Cross-ownership as a Hostage Exchange to Support Collaboration, *Managerial and Decision Economics* 13, 45-54.

#### 4. DE NABIJHEID VAN EEN CONTROLECENTRUM EN DE UITKOMST VAN HET BESLISSINGSPROCES

*The firm ... has often been described as a "black box". This is very extraordinary given that most resources in a modern economic system are employed within firms, with how these resources are used dependent on administrative decisions and not directly on the operation of a market.*

Ronald Coase, Noble Prize Lecture, *American Economic Review*

Tegenover de kleine schaal van het binnenlandse risico-kapitaal zijn het vooral grote buitenlandse groepen die klaarstaan om overnames te realiseren. Brengt dit mogelijk bijkomende problemen met zich mee? Uit het bovenstaande volgt dit geenszins. *Stabiel aandeelhouderschap is gewenst. Vlaams of Belgisch, Europees of Amerikaans, het blijft om het even.* Toch dient men de vraag te stellen hoe realistisch de stabiliteit van buitenlands aandeelhouderschap is op kritische momenten. "Wanneer het erop aan komt" zal stabiliteit misschien snel de baan ruimen voor een andere reflex.

Doch nemen buitenlandse beslissingsnemers andere beslissingen dan inheemse? A priori is er geen enkele reden om dit aan te nemen. Het is immers gebruikelijk te veronderstellen dat managers enkel en alleen geïnteresseerd zijn de waarde van de onderneming voor de aandeelhouders te maximaliseren. Zoals reeds aangegeven wijkt men meer en meer van deze veronderstelling af. Men gaat ervan uit dat managers hun eigen nut maximaliseren, weliswaar rekening houdend met beperkingen opgelegd door de aandeelhouders. In concreto zou dit kunnen betekenen dat beslissingsnemers andere argumenten in hun nutsfunctie hebben, waaronder mogelijk nationalistische preferenties. Maar zelfs indien we er van uitgaan dat managers enkel interesse betonen voor de waarde van de onderneming, dan nog is de conclusie dat een buitenlandse manager onder alle omstandigheden hetzelfde beslist als een binnenlandse fout.

*De redenering dat lokatie geen invloed heeft op beslissingen gaat volledig voorbij aan de moderne inzichten uit de organisatie-theorie van de onderneming.* In deze benadering ondernemen medewerkers niet produktieve activiteiten om het beslissingsproces in hun voordeel om te buigen. De kosten die dit meebrengt noemt men beïnvloedingskosten (influence costs). Een mogelijke beïnvloedingsactiviteit (influence activity) betreft het

creatief voorstellen van bepaalde resultaten<sup>12</sup>. De informatie op basis van dewelke de manager beslist kan zo een foutieve weergave zijn van de onderliggende realiteit. *Het is dan ook cruciaal in te zien dat bij een overname met herschikking van de beslissingsbevoegdheid de onderliggende beïnvloedingstechnologie (influence technology) wijzigt.*

Vóór de overname hebben de afzonderlijke beslissingscentra steeds een terugkoppeling vanwege de markt: als de produktie-éénheid beweert produktiever te opereren dan dezelfde éénheid van een concurrent, dan zal dit normaliter wel blijken uit kostprijzen, leveringstermijnen enz.. Kortom de verkoops- en bedrijfsresultaten zullen de onderliggende efficiëntie reflecteren en de concurrentie tussen beide ondernemingen zal ervoor zorgen dat vroeg of laat, ongeacht wat bepaalde groepen binnen de onderneming beweren, blijkt of er efficiëntieverschillen zijn.

Na een overname waarbij het lokaal beslissingscentrum verdwijnt en de overgenomen onderneming nog slechts een produktiefiliaal van de overnemer wordt blijven de beïnvloedingsactiviteiten uiteraard bestaan. Alleen wijzigt de technologie volgens dewelke deze activiteiten ontplooid worden. Meer bepaald heeft het wegtrekken van controle uit een bepaald land tot gevolg dat de beïnvloedingstechnologie er slechter wordt, en beter in het land van een overnemer. Beide stellingen verdienen toelichting, doch vooraf moet worden benadrukt dat verbeteren en verslechteren hier vanuit het standpunt van de beïnvloedende partij wordt bekeken. We laten dus vooralsnog in het midden of een dergelijke situatie vanuit algemeen belang wenselijk is of niet.

*Het verslechteren van de beïnvloedingstechnologie van het overnamedoel kan vrij eenvoudig teruggebracht worden tot de grotere machtsafstand die ontstaat tussen het lokale niveau en het strategisch beslissingscentrum<sup>13</sup>. Voorheen bestonden frequente contacten en was een bepaalde relatie opgebouwd. Nu bemoeilijkt de grotere geografische*

<sup>12</sup> Voor een uitwerking van het begrip influence activity in het algemeen en een aantal toepassingen van het concept op de moderne onderneming, zie P. Milgrom en J. Roberts (1992), *Economics, Management and Organisation*, Prentice Hall. Het foutief voorstellen van resultaten in het bijzonder is niet uit de lucht gegrepen maar is bevestigd door empirisch onderzoek, zie G. Salamon en E. Smith (1979), Corporate Control and Managerial Misrepresentation of Firm Performance, *Bell Journal of Economics*, vol. 10, 319-328.

J. Hardie van John Swire and Sons Ltd. omschrijft prestatie-onderzoek kleurrijk: "That inquiry is usually and rightly unstructured. It depends as such on talk - both with the manager and with others - as on written facts and figures. It is about gossip, personalities, prospects, good and bad luck, who did what to whom and why. This is how all good managers intervene at any level of business".

<sup>13</sup> Franks en Mayer (1990), o.c. wijzen erop dat vaak niet één bestuurder van de overgenomen onderneming zetelt in de raad van de overnemer.

afstand gekoppeld aan het ontbreken van voorkennis inzake sommige dossiers het participeren in de beslissingen. Door nog slechts sporadisch contact kan de verder afgelegen beslissingsnemer moeilijker beïnvloed worden.

*Het verbeteren van de beïnvloedingstechnologie van de afdelingen van de overnemende groep is een relatieve aangelegenheid. Vóór de overname had elke afdeling vermoedelijk eenzelfde beïnvloedingstechnologie tegenover de eigen beslissingsnemer. De marktconcurrentie trad als neutrale scheidsrechter op. Na overname wijzigt dit. Indien de afdelingen van de ondernemende groep zich in hetzelfde land bevinden als de hoofdzetel van de holding hebben ze geografisch een geringere afstand te overbruggen. Als de administratie bovendien nog in eenzelfde gebouw zit zullen de contacten frequenter zijn en ook via informele kanalen tot stand komen. En zelfs indien dit alles niet gerealiseerd is en bijvoorbeeld de productie-afdeling van de overnemende groep evenzeer een geografische afstand heeft te overbruggen, dan nog speelt het voordeel van de kennis uit het verleden aangaande items in het dossier die van belang kunnen zijn.*

Welke gevolgen kunnen deze wijzigingen in beïnvloedingsprocessen hebben op de beslissingen die een buitenlandse overnemer neemt bij de uitoefening van controle? En onmiddellijk hieraan gekoppeld, welke implicaties heeft dit voor het overnamedoel? Het is uiteraard onmogelijk in te gaan op alle beslissingsaspecten die verbonden zijn aan het ondernemingsproces. Daarom wordt gekozen om voor een aantal cruciale beslissingen in het overleven van een vestiging de implicaties van een overname te traceren. Nadien wordt ingegaan op de vraag of de overnemer deze ontwikkelingen in de beïnvloedingstechnologie niet kan voorzien, meer nog er zich tegen kan wapenen. Dit brengt ons bij de motieven voor een overname. Vooralsnog kan besloten worden dat de lokatie van de controle wel degelijk van belang is voor de uitkomst van een beslissing, en dit helemaal zonder dat beslissingsnemers in het buitenland andere preferenties zouden hebben.

## 5. MOTIVATIE EN PRODUKTIVITEIT

Eén van de meest cruciale gegevens voor het lange termijn voortbestaan van een vestiging is de produktiviteit. Het overhevelen van het beslissingscentrum kan induceren dat de overgebleven vestiging dubbel hard presteert. De beïnvloedingstechnologie is immers in haar nadeel relatief t.o.v. de buitenlandse afdeling. Bij slechte cijfers van deze laatste kan door cosmetica meer verdoezeld worden.

Tegenover deze interpretatie plaatsen onderzoekers van de Japanse economie de tegenovergestelde conclusie : de aanwezigheid van een eigen controle-centrum komt de produktiviteit ten goede<sup>14</sup>.

Vrij vertaald zou het ontbreken van een beslissingscentrum kunnen leiden tot het *waterski-syndroom*. Een afdeling die afhangt van een buitenlands beslissingscentrum dat korter bij andere afdelingen opereert kweekt dan een waterski-attitude : het gaat er enkel nog om overeind te blijven tot de klap komt. Doordat de andere afdeling in het buitenland korter bij de macht zit leeft bij de lokale vestiging bijvoorbeeld de idee (al dan niet terecht) dat de buitenlandse afdeling er steeds in slaagt meer investeringsgelden voor vernieuwing binnen te halen. Tevens weet men dat de invloed van die afdeling op de beslissingen veel sterker is en denkt men mogelijk dat het bij een eventueel sluiten van een vestiging te lande het onderspit zal moeten gedolven worden, zelfs indien men qua produktiviteit even goed presteert. Het gevolg hiervan is dat werknemers minder geneigd zijn in bedrijfsspecifiek "human capital" te investeren, omdat dit minder waardevol is dan algemeen menselijk kapitaal dat na sluiting ook elders gevaloriseerd kan worden. Uiteindelijk zal door de afwezigheid van deze investeringen de produktiviteit de facto ook dalen. Kortom, het gevoel dat de situatie vroeg of laat uitzichtloos wordt is een zelfvervullend geloof.

De vraag of dergelijke bedenkingen zinvol zijn hangt nauw samen met de geschiedenis van enkele overgenomen bedrijven. De voorbeelden die hier het meest in het oog springen zijn uiteraard degene die na enige tijd ophielden te bestaan. De gevallen hiervan zijn legio. Waar de overgenomen vestiging initieel de meest produktieve was in het concern bleek dat na een aantal jaren de deuren toch werden gesloten. Het typisch scenario blijkt

<sup>14</sup> Zie M. Aoki (1992), *Ex Post Monitoring of Team Production by the Main Bank*, Mimeo, Stanford University, evenals de daarin aangehaalde referenties. Essentieel gaat het argument in de richting van motivatie van team-productie met werknemers die in bedrijfsspecifieke training investeren.



zich als volgt te ontwikkelen : de Vlaamse onderneming wordt overgenomen omwille van haar hoge produktiviteit. De immateriële activa (intangible assets) die deze hogere produktiviteit veroorzaken worden door bedrijfsbezoeken en stages van de buitenlandse ingenieurs opgesnoven en getransplanteerd. Na enige tijd is de produktiviteit over alle vestigingen dan ook gelijkgeschakeld. Bij een inkrimping van de wereldconjunctuur kiest men *ceteris paribus* de produktiviteit voor de thuisafdeling en sluit men het buitenlandse filiaal<sup>15</sup>.

## 6. NIEUWE PRODUKTEN, ONDERZOEK EN ONTWIKKELING

Een ander, eveneens belangrijk element voor de competitiviteit op langere termijn betreft de introductie van nieuwe produkten of processen. Bij een overname kan de verschuiving van controle mogelijk ook een verschuiving van de R&D activiteiten meebrengen. Dit wegtrekken van onderzoek en ontwikkeling wordt vaak van de hand gedaan door tegenbeelden : in sommige gevallen zou men de onderzoeksafdeling van de lokale vestiging zelfs versterkt hebben.

De meeste studies wijzen echter op het tegengestelde : de hoofdmoot van de R&D activiteiten gebeurt nog steeds nabij de hoofdzetel. De licht toegenomen decentralisatie van R&D in het voorbije decennium zet zich niet door. Integendeel, waar bij Amerikaanse ondernemingen anno 1966 ca. 6 % van de R&D in de buitenlandse ondernemingen werd uitgevoerd steeg dit tot 9 % in 1982 om recent opnieuw te dalen tot het oude niveau<sup>16</sup>. De grootte-orde van gedecentraliseerde R&D blijft echter minimaal en bovendien blijkt dat het vooral om ontwikkeling en niet zozeer om onderzoek gaat. Vaak meet men dus de ontwikkelingsuitgaven die met de verbetering van de lokaal gefabriceerde produkten te maken hebben, niet het onderzoek naar nieuwe produkten. Vooral het meer fundamenteel onderzoek situeert zich bij het hoofdkwartier. Typisch gaat het om de exploitatie van ontwikkelingen in fundamentele kennis, om de opportuniteiten ervan te overzien, of om snel een antwoord klaar te hebben op introducties van nieuwe produkten door

<sup>15</sup> Of men ontdekt methoden om schaalvoordelen te realiseren.

<sup>16</sup> Zie Lee en Reid (1991), *National Interests in an age of Global Technology*, U.S. National Academy of Engineering. Er is aanzienlijke variatie tussen de bestudeerde sectoren met computers, telecommunicatie, farmacie en de auto-industrie als uitschieters in het internationaal uitbesteden. Voor Duitsland komt men anno 1979 op 11 %, zie Pausenberger, Technologie Politik Internationaler Unternehmen, *Zeitschrift für Betriebswirtschaftliche Forschung*, 1025-1054.

rivalen. Indien de sterkere invloed van de autochtone afdelingen er dan toe leidt dat nieuwe produkten aldaar eerst in produktie gaan creëert dit mogelijk een dynamisch concurrentievoordeel door "learning by doing" effecten.

Er is nog een nadeel van machtsafstand bij de introductie van nieuwe produkten. Cruciaal in het winnen van de "high tech race" is geloofwaardigheid t.o.v. concurrenten. In de concurrentieslag tussen landen reflecteert zich dit in strategisch handelsbeleid: indien een overheid de eigen hoogtechnologische industrie een duwtje in de rug geeft zal deze onder bepaalde voorwaarden de buitenlandse concurrentie overtroeven<sup>17</sup>. In de concurrentieslag tussen multinationale multidivisionele bedrijven kan eenzelfde effect spelen. Indien een onderzoekslaboratorium met een goede beïnvloedingstechnologie in een concurrentieslag is gewikkeld met een labo dat een slechte beïnvloedingstechnologie heeft, zal dit laatste het mogelijk moeilijker hebben om de benodigde budgetten te mobiliseren en het controlecentrum te overtuigen om met het project door te gaan. Vooral de *perceptie* dat deze moeilijkheden kunnen opduiken bij het labo met slechte beïnvloedingstechnologie zal de rivaal steunen in de verdere ontwikkeling van het project. Indien er uiteindelijk slechts plaats is voor één project in de markt, bijvoorbeeld omwille van de hoge vaste ontwikkelingskosten, is het rationeel af te haken gezien de rivaal zeker doorgaat omdat hij minder moeilijkheden ondervindt. Een laboratorium met goede projecten maar een slechte beïnvloedingstechnologie zal dus niet in de grote ontwikkelingen stappen waar slechts enkelen op wereldvlak in kunnen overleven. Dit onderzoekslabo stelt dan typisch kleinere projecten voor, eerder in de sfeer van incrementele dan van radicale technologie. Hierdoor wordt de rol van ontwikkelingslabo dat voortborduurde op het bestaande (i.t.t. het vernieuwende onderzoekslabo) bevestigd.

Een voorbeeld van het belang van geloofwaardigheid in de "high tech" concurrentieslag en de rol van beïnvloedingstechnologie daarin vinden we bij de octrooi-oorlog tussen Polaroid en Kodak. Alhoewel Kodak veel groter is dan Polaroid en dus in een juridisch dispuut normaal heel wat meer middelen kan ontplooiën bleef Polaroid zich met man en macht verzetten tegen de inbreuken die Kodak volgens hen op de Polaroid-octrooiën pleegde. We laten hier in het midden of dit verzet al dan niet rechtmatig was maar noteren dat

<sup>17</sup> Voor een toepassing van dit argument op de markt van kleine jets, zie R. Baldwin en H. Flam (1989), *Strategic Trade Policies in the Market for 30-40 Seat Commuter Aircraft*, *Weltwirtschaftliches Archiv* LXXV, 484-500; voor een toepassing op de farmaceutische nijverheid, zie P. Van Cayseele (1992), *Strategic Trade Policy and Belgian Price Regulation in the Pharmaceutical Industry*, mimeo, 17 p., C.E.S.; tenslotte kan in historische context deze theorie aangeroepen worden om het succes van de Nederlandse Oost-Indische Compagnie te verklaren in vergelijking met haar Engelse rivaal, zie D. Irwin (1992), *Mercantilism as Strategic Trade Policy: The Anglo-Dutch Rivalry for the East Indian Trade*, *Journal of Political Economy*, vol. 99, no. 6, 1296-1314.

Kodak-aandelen ruim verspreid zitten en telkenmale een vonnis in het nadeel van Kodak uitviel wezen financiële analisten op de implicaties hiervan op de winstverwachtingen voor Kodak. De verkoop van aandelen en de koersvermindering kwamen het rendement van het Kodak aandeel niet ten goede. Naar buiten toe roept dit uiteraard vragen op over het management. Naar binnen toe vraagt het management zichzelf af of met de instant-fotografie wel voor de goede strategie werd gekozen. Uiteindelijk is een oplossing uit de bus gekomen nadat bij Kodak de manager die het instant avontuur gelanceerd had tot afgevaardigd bestuurder werd aangesteld. Het was nu onmogelijk om gezichtsverlies te lijden en dus werden alle registers die een onderneming als Kodak te bieden heeft opengetrokken. Omgekeerd was men er bij Polaroid nu van overtuigd dat Kodak tot het bittere einde zou gaan en dus werd het rationeler om over één en ander te praten, eerder dan ruzie te maken.

## **7. IMPLICATIES VOOR HET INDUSTRIEBELEID**

In een aantal studies m.b.t. de concurrentiële slagkracht van regio's schitteren bepaalde alternatieven door hun afwezigheid. Traditioneel richt het industriebeleid zich op het aantrekkelijk maken van een regio voor buitenlandse investeringen door goede infrastructuur, scholarisatie enz., een beetje zoals voorgestaan door Reich (cfr. de inleiding). Ook in het beleid weegt dit spoor door, ons land heeft hierin zelfs een traditie. Naast de rol van onze natuurlijke (gunstige) vestigingsfactoren treft men in tal van beleidsverklaringen doorheen de jaren aan hoe gewerkt wordt aan scholing, infrastructuur, enz. Ook in het huidige beleid wordt dit spoor doorgetrokken. Het is dan ook logisch dat buitenlandse ondernemingen talrijk zijn in onze economie. De vraag is of dit voldoende is. Het is immers ook mogelijk een meer offensieve strategie te voeren. Dit betekent ervoor te zorgen dat lokale ondernemingen doorgroeien tot de internationale markt. Dit impliceert verder het behouden en versterken van ondernemingen die reeds internationaal een slagkrachtige positie innemen. Hun ervaring kan van groot belang zijn voor de doorgroei van anderen. Bij onze noorderburen is welbekend dat een gesprek met D.S.M. of Akzo veel informatie kan opleveren over bepaalde gebruiken in een buitenlandse markt. Het verankeren van en expanderen rond deze bruggehoofden is in dit perspectief aangewezen.

Indien hiertoe onvoldoende multinationale ondernemingen aanwezig zijn deelt men buitenlandse overnames een centrale rol toe in het verwerven van deze kennis. Overgenomen worden door een buitenlands concern zou buitenlandse markten openen. Dit is ongetwijfeld correct maar het gaat opnieuw voorbij aan een beter alternatief, met name het samenwerkingsakkoord.

Indien commerciële kennis ontbreekt kan een distributiecontract afgesloten worden. Indien technologische kennis ontbreekt kan een samenwerkingsakkoord voor onderzoek en ontwikkeling (Research Joint Venture) worden afgesloten. In de biotechnologie zijn honderden voorbeelden van samenwerkingsakkoorden tussen kleinere innovatoren die voor de commercialisatie van hun uitvinding Pfizer, Merck of een andere grote onderneming aanspreken<sup>18</sup>. Tientallen voorbeelden dienaangaande op Europees vlak zijn terug te vinden alleen al in de financiële pers<sup>19</sup>. De overdracht van eigendom of controle is voor het verwerven van heel wat kennis dan ook niet noodzakelijk.

*Met de huidige golf van buitenlandse overnames oogst men dan ook minder dan waarvoor men gezaaid heeft.* Het is in eerste instantie de bedoeling geweest ons land aantrekkelijk te maken voor directe buitenlandse investeringen met de daaraan verbonden economische activiteit. In tweede instantie brengt dit in een aantal gevallen een transfer van technologische en commerciële know how mee. Soms stelt men dat een buitenlandse overname van een bestaande activiteit momenteel de buitenlandse investeerder meer schikt dan het zelf opstarten van een activiteit<sup>20</sup>. Indien het makkelijker is vanuit het buitenland iets over te kopen dat reeds draait zullen lokale ondernemers mogelijk hierop inspelen en in een aantal sectoren sleutel op deur ondernemingen aanbieden voor overname. De instroom van fondsen, meer bepaald de overnameprijs gekoppeld aan de uitbreiding van de activiteiten die de onderneming te beurt vallen als dochter van een groter buitenlands concern realiseren dan nagenoeg hetzelfde als de directe buitenlandse investering.

Deze redenering is moeilijk te geloven in het licht van de talrijke mislukkingen die overnames en fusies kenmerken. Enerzijds zijn er voor een multinationale onderneming inderdaad kosten verbonden aan het opstarten van een dochter. Deze kosten hangen

<sup>18</sup> Zie B. Kogut, W. Shan en G. Walker (1992), *Platform Technologies and National Industrial Networks*, MERIT, Maastricht, 34 p. voor een uitgebreide analyse.

<sup>19</sup> Zie J. Hagedoorn en J. Schakenraad (1991), *Inter-firm Partnerships for Generic Technologies - the Case of New Materials*, *Technovation*, vol. 11.

<sup>20</sup> Zie U. Muldur, 1988, *Le développement des fusions et acquisitions : causes et conséquences*, *Revue d'Economie Financière*, 108-33.

samen met een gebrek aan kennis van het land evenals de tijd die vereist is om een vestiging en een distributienetwerk te bouwen. Anderzijds zijn belangrijke aanpassingskosten verbonden aan het inpassen van een overgekochte onderneming in de bestaande concernstrategie. Het weinig te benijden palmares van falikante fusies en overnames wijst op de mogelijkheid dat de aanpassingskosten de opstartkosten overtreffen.

Verder wijzen sommigen op saturatieverschijnselen waardoor nieuwe produktie-éénheden niet kunnen overleven. Om dan toch voet aan grond te krijgen in het buitenland in het kader van een groeistrategie moet men wel een rivaal overkopen. Een buitenlandse overname is dan wel ingegeven door de Europese integratiebeweging, het resultaat is echter mededingingsbeperkend.

Kortom, er kleven een aantal nadelen aan overnames, vooral in vergelijking met directe buitenlandse investeringen en samenwerkingsakkoorden. Zo is bij een overname in tegenstelling tot een directe buitenlandse investering sprake van een *ruil* en niet van een *unilaterale injectie* van kennis. In ruil voor commerciële kennis omtrent een buitenlandse markt zal bijvoorbeeld technologische kennis worden overgedragen. In ruil voor een aantal korte termijn operationele managementsinzichten draagt men de strategische lange termijn beslissingsmacht over. In contrast met samenwerkingsakkoorden scoort de overname dan weer lager op het vlak van de mededinging.

## 8. CONCLUSIES

Is verankering de aanzet tot overheidsbeleid op zoek naar een probleem? Uit deze bijdrage blijkt eerder het omgekeerde: er zijn een aantal uitdagingen voor onze competitiviteit op lange termijn waarvoor geen beleid wordt gevoerd. Het heeft weinig zin om deze problemen te minimaliseren vanuit een vooroordeel dat de overheid geen beleid *mag* voeren. Doch tegelijk moet men zich afvragen of de overheid wel een zinnig beleid *kan* voeren in deze materie.

Het verankeringsprobleem laat een aantal instrumenten toe die effectief zijn en weinig onderhevig aan politiek falen<sup>21</sup>. Zo zou de concrete implementatie van het beleid zich bijvoorbeeld kunnen richten op het opbouwen van risico-kapitaal. Aandelen die residenten dan aanhouden in ondernemingen in de regio geven recht op belastingvoordelen. Tegelijk kan men bepaalde overnames tegengaan via het marktconform instrumentarium van het mededingingsbeleid. Hierbij zou een toename in horizontale concentratie de aanleiding kunnen vormen tot een verzoek aan te tonen welke voordelen de overname biedt in termen van transfer van know how. Al te vaak vergeet men dat overnames en fusies wanneer ze een sterkere concentratie teweegbrengen een bewijslast leggen bij de overnemer. Verder kan gewerkt worden aan de afbouw van belemmeringen tegen het universeel bankieren. Deze instellingen zouden dan een rol gelijkaardig aan de Japanse banken kunnen vervullen. Tenslotte kan de overheid een katalyserende rol vervullen in het bundelen van cash flow bij binnenlandse holdings om alzo de overnamemarkt efficiënter te laten werken door organisatie van de concurrentie tegen buitenlandse groepen.

---

<sup>21</sup> Voor een analyse van het instrumentarium van het industriebeleid in deze context, zie R. De Bondt en P. Van Cayseele (1985), *Innovatie en Overheidsbeleid*, in Vereniging voor Economie, *Innoveren en Ondernemen*, 17e Vlaams Wetenschappelijk Economisch Congres, Antwerpen.

## LEUVENSE ECONOMISCHE STANDPUNTEN

- 1976 — 1. Louis BAECK, De inflatoire groeimachine. (uitgeput)  
2. Paul DE GRAUWE, Theo PEETERS, De recente inflatie : een structureel of een monetair probleem ? (uitgeput)
- 1977 — 3. Karel TAVERNIER, Krachtlijnen voor een Belgisch stabilisatiebeleid. (uitgeput)  
4. Paul DE GRAUWE, Korporatisme en werkloosheid, (uitgeput)  
5. Paul VAN ROMPUY, Enkele structurele aspecten van de crisis. (uitgeput)  
6. Louis BAECK, Naar een nieuwe groeicyclus met een ander groeipatroon.
- 1978 — 7. Louis BAECK, Politiek verantwoordelijk handelen en socio-economisch optimum. (uitgeput)  
8. Paul DE GRAUWE, Bureaukratische controle en het economisch systeem.  
9. Paul VAN ROMPUY, Guido DE BRUYNE, De regionalisatie economisch bekeken. (uitgeput)  
10. Louis BAECK, De nieuwe internationale economische orde en haar kritische tegenhangers. (uitgeput)  
11. Theo PEETERS, Economisch federalisme : lessen uit het buitenland.  
12. Dirk HEREMANS, Economische autonomie en economische unie, krachtlijnen voor een duurzame oplossing.
- 1979 — 13. Paul DE GRAUWE, Arbeidsduurvermindering en tewerkstelling.  
14. Economisch Federalisme. (uitgeput)  
Deel I : Financiële middelen en herverdeling, Paul VAN ROMPUY, Albert VERHEIRSTRAETEN, Regionale Herverdelings- en Financieringsstromen.  
Theo PEETERS, Financiële middelenvoorziening voor gemeenschappen en gewesten.  
15. Economisch Federalisme.  
Deel II : Organisatie en bevoegdheden, Dirk HEREMANS, Verkaveling van bevoegdheden en economische unie.  
Vic VAN ROMPUY, Economisch stelsel en verdeling van bevoegdheden.
- 1980 — 16. Guy CLEMER, Karel TAVERNIER : Tewerkstelling en inkomensmatiging in België : een onvermijdelijke keuze.  
17. Louis BAECK, Lokomotief strategie : met stoom uit de Eurovalutamarkt. (uitgeput)  
18. Michel DOMBRECHT, Theo PEETERS, Sanering van de overheidsfinanciën : gevaarlijk of onvermijdelijk ?
- 1981 — 19. Paul DE GRAUWE, Marcia DE WACHTER, Produktie, tewerkstelling en verdeling. Een neo-liberale benadering.

20. Louis BAECK, De jaren tachtig in perspectief. (uitgeput)
  21. Paul VAN ROMPUY, Patrick VAN CAYSEELE, Raming van de geregionaliseerde lopende rekening van de overheid in 1979.
- 1981 — 22. Paul DE GRAUWE, Loonkosten, energiekosten en kapitaalkosten. België gedurende 1970-1980. (uitgeput)
23. Frans SPINNEWYN, Een verzekeringstechnische benadering van de werkloosheidsverzekering.
- 1982 — 24. Louis BAECK, Herstelbeleid, vroeger en nu.
25. Paul DE GRAUWE, Marc JANSSENS, Aanbodeconomische effecten van de belastingdruk in België.
- 1983 — 26. Paul DE GRAUWE, Guy VERFAILLE, Linkse en rechtse gezondheidssindicatoren van de Belgische Economie.
27. Louis BAECK, Hoe de crisis ombuigen. (uitgeput)
  28. Paul VAN ROMPUY, Maatschappelijke keuze en economische crisis.
  29. Vic VAN ROMPUY, Erik SCHOKKAERT, Begrotingstekorten, Rente-lasten en Openbare schulden in België. Een kijk op halflange termijn.
- 1984 — 30. Dirk HEREMANS, Hans GEEROMS, Marktsector en budgetsector in België. Grenzen aan het overheidsbeslag ?
31. Paul DE GRAUWE, Guy VERFAILLE, Zijn de rentelasten van de overheidsschuld ondraaglijk geworden ?
- 1985 — 32. Louis BAECK, De wonderbare wereld van de economische paradigma's. (uitgeput)
33. Paul VAN ROMPUY, Solidariteitsmechanismen in federale staten.
  34. Louis BAECK, De V.S. en de E.G. : vergelijking op lange termijn.
  35. Louis BAECK, Het economisch denken in het Spanje van de 16e en 17e eeuw.
  36. Guido DE BRUYNE, Paul DE GRAUWE, Herverdeling van het werk en makro-economisch evenwicht.
  37. Paul VAN ROMPUY, Arbeidsmarktflexibiliteit en werkloosheid.
- 1987 — 38. Paul DE GRAUWE, Anne FREMAULT, Micro- en macro-economische effectiviteit van de Belgische prijsreglementering.
39. Louis BAECK, Kentering in de westerse economie.
  40. Johan MORTELMANS, Erik SCHOKKAERT, Lode BERLAGE, Robert VERTONGHEN, De economische wenselijkheid van een snelspoorverbinding door België.
  41. Louis BAECK, De aandelenbeurzen, 1982-87 : het lustrum van de stier.
  42. Lode BERLAGE, Dirk TERWEDUWE, Grondstoffenuitvoer van ontwikkelingslanden : machtsmiddel of struikelblok ?
- 1988 — 43. Louis BAECK, De westerse economie na de krach. (uitgeput)
44. Filip ABRAHAM, Nationale vakbonden, interprofessionele loonakkoorden en economische politiek.



45. Paul VAN ROMPUY, m.m.v. Valentijn BILSEN, 10 jaar financiële stromen tussen de gewesten in België.
46. Dirk HEREMANS, Bevoegdheidsverdeling en economische autonomie. De staatshervorming in het licht van 1992.
47. Wim MOESEN, Dirk HEREMANS, Paul VAN ROMPUY, Mark EYS-KENS, Bedenkingen bij de nieuwe financieringsvoorstellen voor gewesten en gemeenschappen.
48. Vic VAN ROMPUY, Overheidstekort, overheidsschuld en economische welvaart. Toepassing op België 1947-1988.
- 1989 — 49. Lodewijk BERLAGE, België en de schulden van de Afrikaanse lage inkomenslanden.
50. Jacques DREZE, Schuld en coöperatie in de mondiale economie. (uitgeput)
51. Paul DE GRAUWE, Milieuvriendelijke groei : utopie of werkelijkheid ?
- 1990 — 52. Paul VAN ROMPUY, Europese ankerpunten voor het belgisch begrotingsbeleid.
53. Louis BAECK, De jaren '90 : een Europees decennium. (uitgeput)
54. Paul DE GRAUWE, Stef PROOST, Erik SCHOKKAERT, Denise VAN REGEMORTER, Het milieubeleid in Vlaanderen. Een economische visie.
55. Paul DE GRAUWE, Wim VANHAVERBEKE, Competitiviteit, oliecrisis en loonindexering.
56. Wim MOESEN, Begrotingen, beleid en beheer. Over de besparingsvoorstellen, wat ze zijn en wat ze niet zijn.
- 1991 — 57. D. HEREMANS, M. DE BROECK, Overheidsschuld en financiële markten in de branding.
58. Louis BAECK, Bruno VAN ROMPUY, Golfoorlog : geopolitiek, petroleum en islam. (uitgeput)
59. Paul DE GRAUWE, Koen STRAETMANS, Het programma-akkoord in de petroleumsector. Een ondoelmatig systeem van prijzencontrole.
60. Paul DE GRAUWE, Denkoefeningen over de regionalisering van de Belgische overheidsschuld.
- 1992 — 61. Paul DE GRAUWE, Over Franse kolonisatie en Belgische verankering.
62. Stef PROOST, Beleidsvoorstellen voor de broeikasproblematiek.
63. André DECOSTER, Stef PROOST, Erik SCHOKKAERT, Hervorming van indirecte belastingen : winnaars en verliezers.
64. Paul VAN ROMPUY, Kritische bedenkingen bij de regionalisering van de overheidsschuld.
65. Paul DE GRAUWE, Wat doet de nationale bank met ons geld ?